

公司研究/深度研究

2017年09月11日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.33  
合理价格区间(元): 12.75~15.30

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

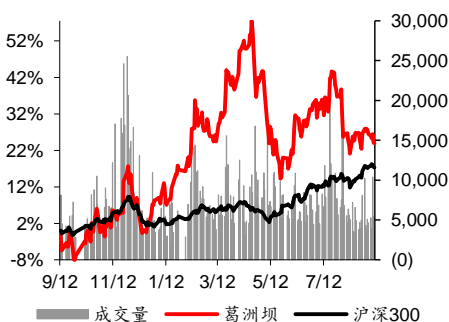
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 021-28972059  
fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《葛洲坝(600068,买入): 环保全面布局, 业绩盈利双提升》2017.08
- 2《葛洲坝(600068,买入): PPP/海外订单高增, 业绩动力强劲》2017.07
- 3《葛洲坝(600068,买入): 海外再签大单, PPP/一带一路双龙头显本色》2017.07

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,605
流通A股 (百万股)	4,605
52周内股价区间 (元)	7.81-13.37
总市值 (百万元)	47,567
总资产 (百万元)	166,403
每股净资产 (元)	8.55

资料来源: 公司公告

## 对标 WM, 显著低估环保龙头待腾飞

### 葛洲坝(600068)

#### 环保业务成为核心重点, 业绩估值提升空间大

公司 2017 年中报最大的变化, 在于环保业务的分类更加完整, 将建筑的水环境治理、投资的水务和新能源划入环保板块, 并认为环保已成为公司重点发展的核心业务, 显示公司环保发展进入新阶段。公司 2017H1 实现环保收入 138.17 亿元, 占比 27.64%, 同比增长 117.17%; 实现净利润 3.83 亿元, 净利率 2.77%。公司环保效益已初步显现, 我们预计未来随着规模扩大 (产业园区) 与效益提升 (深加工) 的落地, 公司环保业绩将更加突出。当前市场并未给予公司环保业务合理估值, 建议重点关注。

#### 环嘉模式快速向全国复制, 带动规模与盈利双提升

公司以绿园科技为平台, 向全国复制推广大连环嘉模式, 并已新设立兴业和展慈。目前大连环嘉以再生资源回收利用为主业, 由绿园科技控股 55%。大连环嘉通过产业园和分公司模式加快全国扩张, 2016 年以 123 亿元收入排名再生资源行业第三, 未来两年争当行业龙头, 我们预计 2017-18 年环保收入达 300/400 亿元, 占全部收入比重 23.92% 和 25.80%。通过深加工投产, 公司利润率有望从 2016 的 2.8% 提升至 2017/2018 年的 4%/7%。

#### 行业利好政策频出, 龙头企业最受益

受益于 2016 年国际大宗商品价格反弹, 再生资源行业景气度回升, 2016 年我国十种主要再生资源品类回收利用规模达 2.56 亿吨, 同比增长 3.7%; 回收利用总值 5902.8 亿元, 增长 14.7%。2016 年末, 全国再生资源回收企业数量约为 10 万多家, 但规模以上企业仅 1555 家, 前十名企业市占率 21%。当前我国固废回收利用率不足 70%, 按 2020 年 3.5 亿吨再生资源回收利用量和 75% 的再利用率计算, 再生资源市场规模达万亿。随着新环保法、增值税改革和禁止洋垃圾进口, 大量依赖外来资源供应的中小企业经营成本压力增大, 行业加速优胜劣汰, 利好龙头企业。

#### 美国固废三巨头市占率 44%, 平均 PE 估值 28 倍

美国固废年回收量与中国相当, 但回收利用率高达 90% 以上。目前美国再生资源以第三方市场为主, 2016 年 WM、RSG、WCN 等三家企业占据了美国 44% 的固废回收市场, 而政府经营的企业仅占 22%。三大固废回收龙头当前对应 2017 年平均 PE 为 27.72 倍, 国内可比固废环保企业平均 PE 为 28.87 倍。我们认为葛洲坝当前市值仅保守体现建筑部分, 对应 17 年 12 xPE。随着环保业绩权重的上升, 当前估值仍有约 30% 提升空间。

#### 看好环保持续高增长和结构改善, 维持“买入”评级

公司环保逻辑进一步增强, 环保业务结构继续改善。目前 A 股以非房建工程作为主业的大型基建央企对应 2017 年平均 PE 为 14.23 倍, 而公司仅 12.14 倍 PE。我们预计公司 2017-19 年 EPS 0.85/1.10/1.36 元。参考历史估值及考虑到公司未来的高成长性, 认可给予公司 17 年 15-18xPE, 对应价格区间 12.75-15.30 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司环保业务开展进度不及预期; 政策效果低于预期。

#### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	82,275	100,254	125,387	155,025	186,846
+/-%	14.90	21.85	25.07	23.64	20.53
归属母公司净利润 (百万元)	2,683	3,395	4,491	5,640	6,828
+/-%	26.02	26.55	32.26	25.60	21.05
EPS (元, 最新摊薄)	0.58	0.69	0.85	1.10	1.36
PE (倍)	17.73	15.05	12.14	9.38	7.60

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

多元化布局环保，积极转型生态蓝海 .....	4
环保布局基本完成，收入效益初步显现 .....	4
规模与效益并重，再生资源率先突破 .....	6
完善水务运营，大力拓展水生态治理 .....	8
国内利好政策频出，固废龙头引领行业发展 .....	12
再生资源万亿市场开启，重点领域高度契合 .....	12
禁止洋垃圾进口，加快行业龙头整合进程 .....	14
对标海外固废龙头，估值仍有 30%提升空间 .....	18
海外固废再利用发展早，中国后来居上 .....	18
对标三大海外固废龙头，估值仍有提升空间 .....	20
海外固废处置领先，盈利能力好于国内 .....	20
对比环保类可比公司估值，公司尚有 30%左右空间 .....	25
盈利预测与投资建议 .....	26
PE/PB-Bands .....	26
风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1: 葛洲坝环保业务主要平台 .....	4
图表 2: 葛洲坝环保业务结构 .....	5
图表 3: 全国环境污染治理投资总额与增速 .....	5
图表 4: 环保投资占 GDP 比重 .....	5
图表 5: 2007-2016 年葛洲坝各业务营业收入占比一览 (亿元) .....	6
图表 6: 2015 年中国前十再生资源企业销售额 .....	6
图表 7: 2016 年公司三大品类回收规模 (万吨) 与占比 (%) .....	7
图表 8: 废钢业务主要基地布局 .....	7
图表 9: 废有色金属业务主要基地布局 .....	8
图表 10: 绿园科技环保业务财务测算 .....	8
图表 11: 水系治理产业链图 .....	9
图表 12: 凯丹水务业务分布 .....	10
图表 13: 我国污水处理量与处理率逐年提升 .....	10
图表 14: 各国污水处理率对比 .....	10
图表 15: “十二五”与“水十条”主要目标规划 .....	10
图表 16: 近五年污泥产量 (万吨) .....	11
图表 17: 国内再生资源产业链示意 .....	12
图表 18: 历年我国再生资源回收总值 (亿元) .....	12
图表 19: 2016 年主要再生资源类别回收价值 .....	12
图表 20: 2015-2016 年我国主要再生资源类别回收价值表 (亿元) .....	13
图表 21: 再生资源行业“十三五”发展目标 .....	13
图表 22: “十三五”期间再生资源重点领域回收利用规模目标 (亿元) .....	14
图表 23: 2015 年我国百强再生资源回收企业区域分布状况 .....	14
图表 24: 2012-2016 年主要再生资源类别回收价值占比 .....	15
图表 25: 2014-2016 年中国再生资源行业规模以上企业数量 .....	15
图表 26: 《进口废物管理目录》新增 4 类 24 种固废 .....	16
图表 27: 2013-2016 年我国主要再生资源进口一览 (万吨) .....	17
图表 28: 2013-2015 年再生资源前十与前百名企业市占率估算 .....	17
图表 29: 美国垃圾填埋市场主要企业市占率 .....	18
图表 30: 中国、美国、德国、日本固废处理专利年申请量对比 .....	19
图表 31: 固废再生资源行业产业链示意 .....	19
图表 32: 2012-2017 年 WM 营业收入变化 (万美元) .....	20
图表 33: 2012-2017 年 WM 营业净利润变化 (万美元) .....	20
图表 34: 2012-2017 年 WM 销售净利率变化 .....	21
图表 35: 2011-2016 年 WM 公司主营业务分布 (万美元) .....	21
图表 36: 2011-2016 年 WM 公司主营业务的地区分布 (万美元) .....	21
图表 37: 2012-2017 年 RSG 营业收入变化 (万美元) .....	22
图表 38: 2012-2017 年 RSG 营业净利润变化 (万美元) .....	22
图表 39: 2012-2017 年 RSG 销售净利率变化 .....	22
图表 40: 2011-2016 年 RSG 公司主营业务分布 (万美元) .....	23
图表 41: 2011-2016 年 RSG 公司非危险性固体废物收集服务分布 (万美元) .....	23
图表 42: 2012-2017 年 WCN 营业收入变化 (万美元) .....	24
图表 43: 2012-2017 年 WCN 营业净利润变化 (万美元) .....	24
图表 44: 2012-2017 年 WCN 销售净利率变化 .....	24
图表 45: 2016 年 WCN 公司主营业务分布 .....	25
图表 46: 可比环保公司估值比较 .....	25
图表 47: 可比工程公司估值比较 .....	26
图表 48: 葛洲坝历史 PE-Bands .....	26
图表 49: 葛洲坝历史 PB-Bands .....	26

## 多元化布局环保，积极转型生态蓝海

### 环保布局基本完成，收入效益初步显现

水环境治理和环保投资重新分类，环保多元发展战略进一步深化。公司2017年中报最大的变化，在于环保业务的分类更加完整。与2016年年报相比，公司环保二级分类由四大类（再生资源业务、污水污泥处理业务、道路材料业务、固废垃圾处理业务）增加为七大类，新增水环境治理、污水处理和供水、新能源和清洁能源等三项业务。其中水环境治理主要指通过PPP等模式实施的流域和城市等水环境综合整治，实施主体有各大工程局和新成立的水环境治理公司，原分类在建筑施工板块；污水处理和供水主要是水务运营和污水处理，以凯丹水务（现改名为葛洲坝水务）、湖南海川达、北京中凯等为实施主体，原分类在投资业务；类似的，原划分为投资板块的新能源、清洁能源业务也新分类为环保板块，主要是水力发电、水泥窑余热发电等业务。公司环保业务的重新分类彰显了公司积极转型环保的决心，也预示着公司环保业务将成为公司未来发展的主要着力点。

图表1：葛洲坝环保业务主要平台

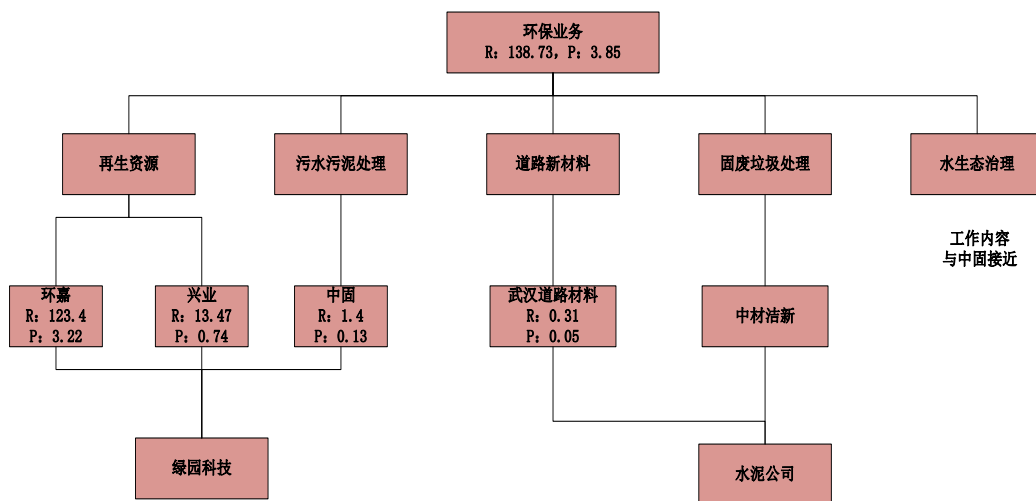
二级业务平台	三级平台	持股比例	注册资本	时间	主要业务
绿园科技		100%	20亿元	2014.11	再生资源回收
	大连环嘉	55%	10亿元	2015.06	废旧物资回收再利用
	武汉兴业	65%	5亿元	2016.06	废旧物资回收再利用
	宁波展慈	60%	3亿元	2017.02	有色金属回收加工、再利用
	中固科技	82%	1.2亿元	2012.09	污水污泥处理、土壤修复
葛洲坝投资		100%	5亿元	2014.01	
	湖南海川达	100%	7220万元	2013.08	水务等项目投资管理
	北京中凯兴业	100%	2亿元	2012.08	水务等项目投资管理
香港投资		100%		2007.11	
	葛洲坝水务	100%	4130万美元	2010.07	原凯丹水务运营公司，供水
葛洲坝电力投资		100%	3亿元	2011.01	电力投资开发和运营
葛洲坝水泥		100%	31.29亿元	2011.12	
	中材洁新	70%	5000万元	2014.12	水泥窑协同处置生活垃圾
	道路新材料	55%	1000万元	2013.11	固废资源化利用，包括钢渣制水泥
葛洲坝机械船舶		100%	6.26亿元	1998.09	
	能源重工公司	51%	1亿元	2014.12	燃油燃气发电机组改造
	中科储能	-	1.14亿元	2014.04	储能技术研发

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

通过与民营企业合资或收购等方式，公司环保业务进展飞速。2017年上半年，公司环保业务合计实现营收138.17亿元，同比增长117.17%；实现利润总额4.56亿元，同比增长160.73%。公司环保呈现全面发展态势，经营主体为包括绿园公司、水泥公司、电力公司、水务运营公司等。目前公司已新成立葛洲坝水务运营公司、水环境治理公司等主体，我们预计公司未来环保业务条线将进一步理清，环保运营进入新阶段。此外，公司的水环境治理业务分布在各大工程局和区域性水环境子公司中，并在与四川省政府签订的2000亿PPP框架协议中着重强调了流域治理，签订了500亿元水生态治理框架协议，未来公司大概率在水环境治理领域也取得突破。

公司当前环保业务以再生资源板块为主，主要由绿园科技承接。绿园科技成立于2014年底，公司自2015年下半年开始计算环保收入，2016年环保业务收入增速达到111.5%，占全部收入百分比13.84%，收入规模快速跃居非工程板块业务首位。2017年上半年，绿园科技预计实现收入超过100亿元，占公司全部环保收入的比重超过72%。业绩方面，绿园科技2016年上半年实现归母净利润0.47亿元，2017年上半年实现0.79亿元，同比增长68%。2016年全年实现归母净利润1.47亿元，我们预计今年通过规模扩张和深加工提升盈利，全年业绩将继续维持快速增长。

**图表2：葛洲坝环保业务结构**

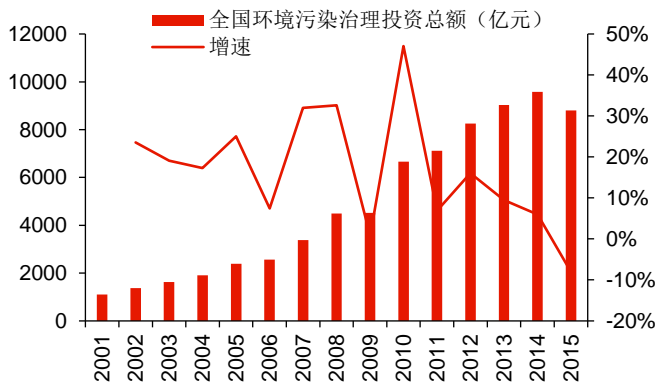


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

注：R代表2016年收入，P代表2016年利润，单位均为亿元

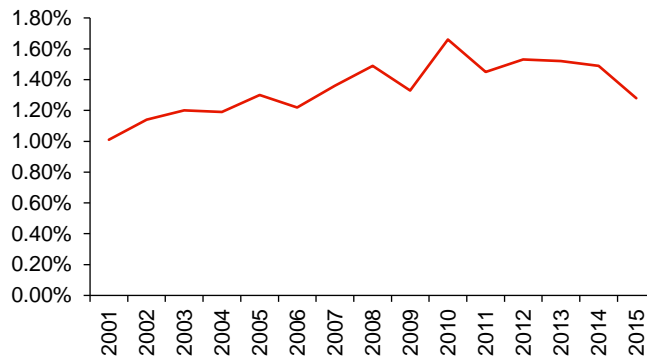
“十三五”期间，环保将进入高速发展阶段。自2015年新《环保法》实施以来，环保话语权大幅提升，环保督察力度空前。我们预计随着“水十条”、“气十条”、“土十条”的相继出台以及监管体系的健全，政策与管理体的不断完善为环保行业发展打下坚实基础。据环境保护部所属的环境规划院测算，环保作为七大战略性新兴产业之一，“十三五”期间社会总投资有望达到17万亿元，未来五年环保行业将进入高速发展期。

**图表3：全国环境污染治理投资总额与增速**



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

**图表4：环保投资占GDP比重**

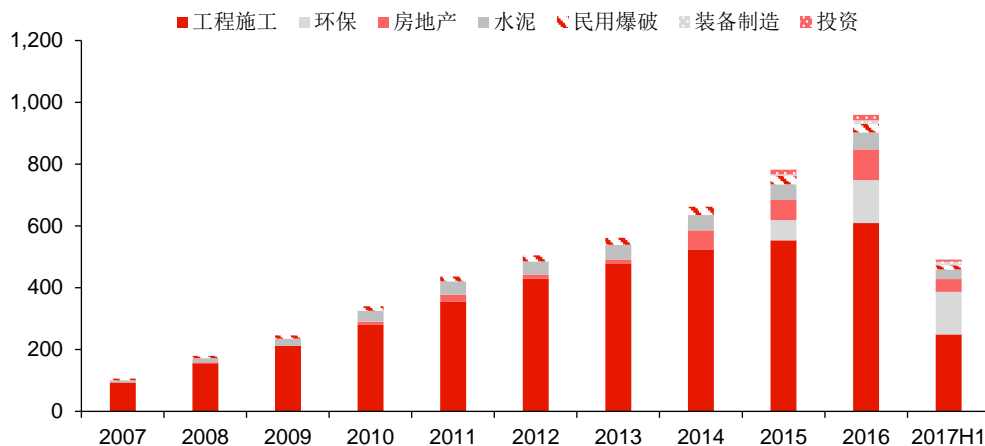


资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

公司环保收入占比提升至30%，未来发展空间大。公司2015年初制定转型环保的战略规划后，环保业务取得快速发展。公司以固废再生资源、水务为突破口积极转型环保，2016年环保业务实现营业收入138.73亿元，占公司营业收入13.84%；毛利2.96亿，占比2.26%。依据该规划，公司未来三年将继续大力发展环保业务，实现非工程收入与工程收入基本持平。2017年上半年公司重分类后的环保业务实现营收138.17亿元，接近去年全年水平，占总营业收入的27.53%，我们预计全年环保收入有望达到300亿元。目前环保业务中，固废再生资源业务全国化、全资布局积极进行，污泥处理复制推广良好。



**图表5： 2007-2016年葛洲坝各业务营业收入占比一览（亿元）**



资料来源：wind、华泰证券研究所

### 规模与效益并重，再生资源率先突破

以绿园科技为平台复制推广环嘉模式，再生资源业务落地开花。葛洲坝环嘉（大连）再生资源有限公司于2015年6月成立，注册资本10亿元，由葛洲坝（600068.SH）二级子公司绿园科技与环嘉集团董事长王金平共同出资设立，分别持有股权55%、45%。葛洲坝环嘉公司依托环嘉现有经营平台，主要经营废旧钢材、废旧塑料、废旧纸张、废旧玻璃、废旧金属等千余种再生资源的回收和利用。大连环嘉的模式主要是公司与再生资源优秀民企合作，通过控股的方式成立合资公司，快速向全国推广，形成回收网点-环保产业园-环保经营平台的三重回收体系，通过大连环嘉设立读个分公司，在回收品类上既延续了总公司五大品种齐全的特征，又各有特色，形成市场闭环。目前已在葛洲坝兴业、宁波展慈等经营主体上得到有效复制，未来通过该模式望实现再生资源业务的全国性覆盖。

以大连环嘉为例，公司成立以来，提产增效积极拓展市场，2015年仅成立半年销售收入达到65亿元（年报数），跻身行业前5强。2016年葛洲坝年报显示葛洲坝环嘉（大连）销售收入达123亿元，百强排名进入前三。此外，大连环嘉第一个五年规划中，致力于打造中国再生资源行业龙头企业。

**图表6： 2015年中国前十再生资源企业销售额**

序号	区域	单位	2015年销售额（亿元）
1	华东地区	宁波金田投资控股有限公司	494.77
2	华东地区	安徽双赢再生资源集团	128.50
3	华南地区	清远华清再生资源投资开发有限公司	124.14
4	华北地区	天津华今集团有限公司	80.60
5	东北地区	葛洲坝环嘉（大连）再生资源有限公司	76.38
6	华北地区	潍坊大环再生资源有限公司	53.95
7	华南地区	广东新供销天保再生资源集团有限公司	39.79
8	华中地区	湖北金洋冶金股份有限公司	34.30
9	西南地区	重庆顺博铝合金股份有限公司	33.96
10	华东地区	江苏省纸联再生资源有限公司	27.12
		合计	1093.50

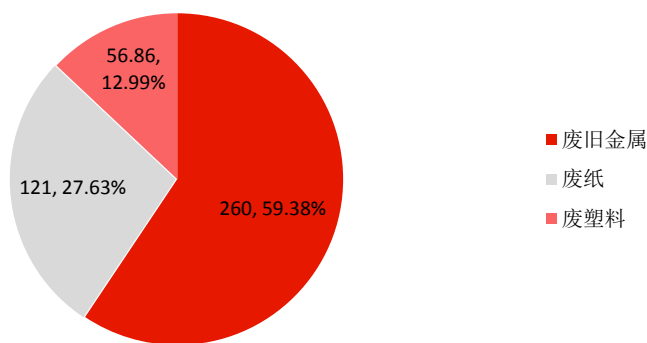
资料来源：中国再生资源回收利用协会、华泰证券研究所

在立足大连、面向东北、辐射全国、走向世界的发展战略指引下，公司坚持控制前端，向上游延伸，借助产业基金与政府补贴全方位布局，形成以回收网点、分拣中心和集散市场、回收利用基地为代表的三级回收利用网络，控制住回收体系源头。公司计划今年将大连市再生资源市占率提升到70%以上，未来五年通过兼并重组等方式实现在全国再生资源市占率达到20%以上。按2016年公司123.40亿元销售额计算，2016年公司再生资源业务在全国市场的占有率仅2.1%，未来发展空间宽广。

目前大连环嘉已建立了以大连为中心、8家分公司为支点、60余个再生资源基地为节点的再生资源回收管理网络，其中八大分公司分别是江苏淮安（2016年4月设立）、河北邯郸（2016年6月设立）、辽宁抚顺（2016年8月设立）、内蒙古包头（2016年9月设立）、湖北襄阳（2016年9月设立）、安徽蚌埠（2016年11月设立）、河南鹤壁（2017年1月设立）、天津静海（2017年5月设立）等。大连总部设有金属、塑料、纸品、玻璃四个事业部，生产管理部下设三个废钢厂、一个有色厂、三个塑料厂、两个纸品厂和一个玻璃厂。

**业务重心逐渐转向废旧金属和废塑料。**公司经营的废旧物资主要有废钢铁、废有色金属、废纸、废塑料和废玻璃等五大类。2016年，公司共回收废塑料56.86万吨，相当于减少石油开采量34.2万吨；共回收废旧金属260万吨，相当于锻造208.5万吨新钢，减少使用781.9万吨铁矿石；共回收废纸121万吨，相当于生产97.2万吨新纸，减少砍伐364.6万立方米的树木。若按各品类的产值计算，公司废旧金属占比最大，达50%，废纸和废塑料分别约占20%，废玻璃占比10%，且价值比最低。2015年之前公司主要是三大业务：废纸、废塑料、废钢，但废塑料业务进展较慢，废纸这两年也在主动压缩业务规模，业务重心逐渐转到废旧金属上。

**图表7：2016年公司三大品类回收规模（万吨）与占比（%）**



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

**扩规模与提盈利并重，再生资源率先突破。**在废旧金属回收加工和循环利用上，公司一方面积极拓展业务规模，大连环嘉2016年成立了6家分公司，进入运营的有4家，贡献的收入是123亿元。目前公司已成立了8家分公司，2017年分公司的作用会更加突出。扩张的方式是每个分公司再建立基地，由支点到节点，一般与当地再生资源企业合作，扩大自己的回收网络。比如辽宁抚顺分公司就有18个基地，都是与当地有社会影响力的再生资源企业合作的，每个基地至少60亩土地，形成环保产业园区的形式，既为当地增加了财税，也增加了当地就业，对地方政府而言一举多得。

**图表8：废钢业务主要基地布局**

分公司	主要所属基地
大连公司	
包头分公司	
抚顺分公司	抚顺基地、哈尔滨1号基地、哈尔滨2号基地、凌淑基地、鞍山基地、吉林基地、长春基地 NO.13、长春基地 NO.47、海城基地、辽阳基地、盘锦基地
鹤壁分公司	淇县基地、德州基地、潍坊基地、长治基地
邯郸分公司	文登基地
襄阳分公司	佛山基地、娄底基地
静海区分公司	衡水基地、河间基地、大港基地、沧县基地、吴桥基地

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

**图表9： 废有色金属业务主要基地布局**

分公司	主要所属基地
大连公司	
包头分公司	
抚顺公司	抚顺基地
鹤壁分公司	太原基地
襄阳分公司	武汉基地、重庆基地、南通基地
静海区分公司	献县基地
蚌埠分公司	嘉兴基地、苏州基地

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

同时，公司拟引进 PSX 系列废钢破碎生产线，提升业务盈利能力。该生产线可以直接对 6mm 以下废钢进行分拣、去杂质和破碎处理，破碎后废钢内部空隙小、密度大，堆比重高，可排除 10%-15% 的杂质，炼出的液态钢比例可达 95%，产出的原料钢是目前废钢市场上优质的钢材原料。目前公司包头、抚顺、静海三家分公司的废钢破碎线安装工程已破土动工，预计年内将投入生产。且依据公司新闻，绿园科技已建立 50 亿元废钢产业基金，重点投资废钢基础设施设备建设等方面。在今年 4 月刚成立的废钢铁产业联盟中，也由葛洲坝当选理事长单位，葛洲坝大连环嘉担任副理事长单位。若全部安装 PSX 产线后，我们预计废钢再利用的毛利率能到 8%-10%，比现在的 2%-3% 要高很多。

从公司业务链的自身合作来看，葛洲坝兴业和环嘉的业务类似，主要侧重废旧金属回收利用，目前葛洲坝兴业已设立长葛、包头、商城、安陆、马鞍山等 5 家子公司。宁波展慈则是已经进行到深加工层次了，属于环嘉的后端企业，公司回收的废铜等有色金属可以出售给展慈，并由展慈加工成产成品，我们预计完成后废有色金属回收毛利率能达到 10% 以上。

假设随着公司全国区域的扩张，绿园科技 2018 年产值规模将达到 400 亿元，预计市场占有率将达到 6.4%，较 2016 年的 2% 提升 4 个百分点以上，2017-2018 年环保收入占比分别为 23.92% 和 25.80%。同时，随着公司深加工业务的投产，2017/2018 年利润率（利润总额/收入）有望提升至 4%/7%，那么保守估计绿园科技公司 2017/2018 年利润总额分别为 12/28 亿元，归母净利润约为 4.8/11.2 亿元，占我们盈利预测数的 10.69% 和 19.86%，成为公司盈利增长的重要来源之一。此外，由于公司业务重分类的影响，我们预计若将施工与投资业务中的环保业务纳入计算，2018 年公司环保业绩占比有望达到甚至超过 30%。

**图表10： 绿园科技环保业务财务测算**

	2015	2016	2017E	2018E
收入（亿元）	65	136.87	300	400
其中：环嘉公司	65	123.40	200	250
兴业公司	-	13.47	100	150
利润总额（亿元）	1.55	3.96	12	28
归母净利润（亿元）	0.68	1.47	4.8	11.2
环保收入占比（%）	7.90%	13.65%	23.92%	25.80%
环保业绩占比（%）	2.53%	4.33%	10.69%	19.86%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

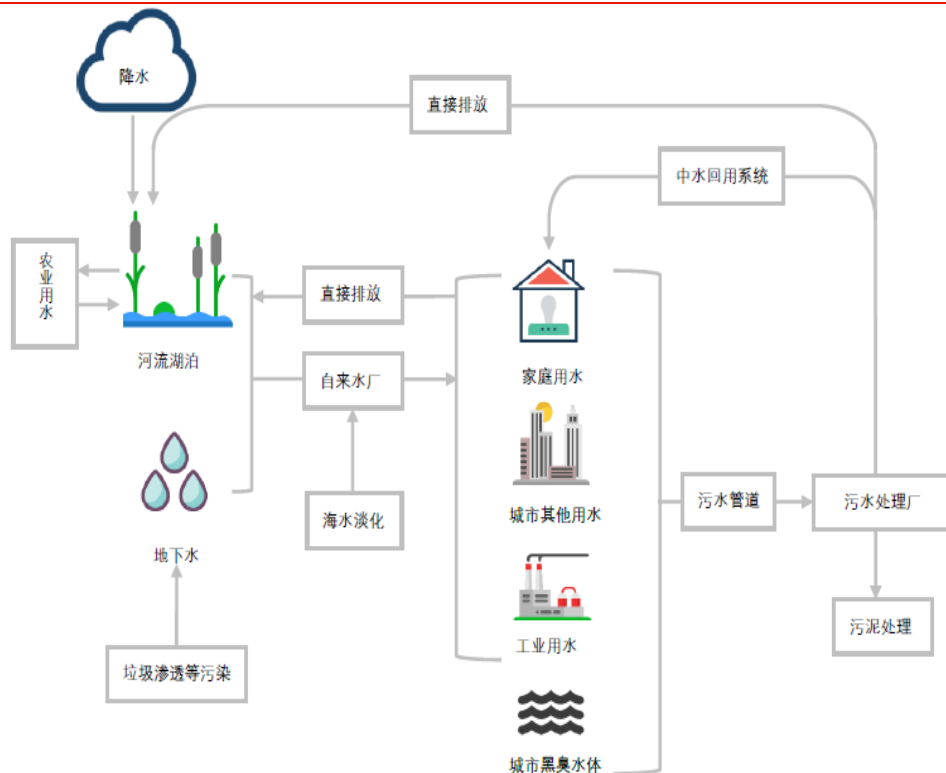
## 完善水务运营，大力拓展水生态治理

公司传统主业为水利水电工程，后逐渐发展出多样化的建筑工程施工业务，但在水工领域一直保持着领先的优势。随着近几年 PPP 模式的大力发展和公司积极转型环保，公司大力拓展水生态综合治理和水务运营，涵盖河道流域治理、城市黑臭水体治理、海绵城市、原水供应和污水处理等，未来有望成为公司环保板块再生资源业务外的另一个重点业务。



“十八大”以来，党中央、国务院把生态文明建设放在“五位一体”总体布局的重要位置，在国家多项涉水政策和规划推动下，我国水资源与环境业务迎来良好的发展前景，市场空间广阔。据行业重点公司中国电建2016年年报的预计，“十三五”期间水务行业（含工业废水治理、城镇生活污水处理、农村污水处理、污泥处理处置、再生水利用等）的投资需求将达到1.7万亿元以上，其中农村污水处理市场约1500~2000亿元。水环境治理业务在河湖水环境综合治理、重点河口海湾水环境综合整治、城市黑臭水体综合治理、地下水水污染治理等业务领域将迎来黄金发展期，我们预计到2020年市场总规模将达1.3万亿元以上，其中黑臭水体治理约4000亿元。

**图表11： 水系治理产业链图**



资料来源：华泰证券研究所

我们预计2017水环境综合治理市场规模将超过8000亿元，2018年超过万亿。2015年全国财政用于污染防治支出1314.16亿元，其中水体污染防治支出534.61亿元，占比40.68%，同比增长13.32%。根据中国环境保护产业协会的统计，2015年水污染治理产业7000多家单位实现总收入2950亿元，同比增长18%，其中25家上市企业实现总收入1034.73亿元，占比30%。财政部PPP信息中心数据显示，2016年1月末入库项目中生态建设和环境保护行业（主要包括污水处理、综合治理、湿地保护等二级行业）PPP项目共计978个，项目总投资需求5264亿元，2016年新增约1500亿元，至年末总需求达6534亿元，至2017年6月末总投资需求进一步增长至8350亿元。2017年是“水十条”细则公布后的第一个政策目标验收年，我们预计水环境综合治理仍将保持快速增长，今年全年新增规模将超过2000亿元，至年末入库需求将达8500亿元。若未来三年按每年新增1500亿元规模估算，2018年末市场规模将超过一万亿元，2020达到约1.3万亿元。

以凯丹水务为蓝本，外延并购扩大水务处理能力。2015年1月，公司以4.725亿元收购凯丹水务国际集团(香港)有限公司75%的股份，2016年上半年完成收购剩余25%股权，并以之为平台成立葛洲坝水务投资有限公司，作为专业水务投资和运营平台，拓展水务板块业务。目前公司正在运营水厂23座（其中污水处理厂22座，供水厂1座），日处理能力260万吨，业务主要分布在北京、天津、山东、河南、河北、湖南、湖北、四川、重庆、浙江、新疆等多个地区。公司已新成立专业化的水务运营公司，我们预计在未来1-2年，公司不排除以投资收购的方式不断获取水务资源，使日处理能力将大幅提升，日处理污水能力有望达到1000万吨/日。

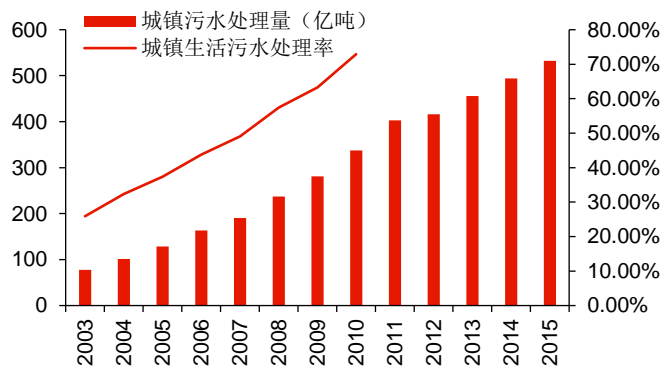
图表12: 凯丹水务业务分布



资料来源: 公司官网、华泰证券研究所

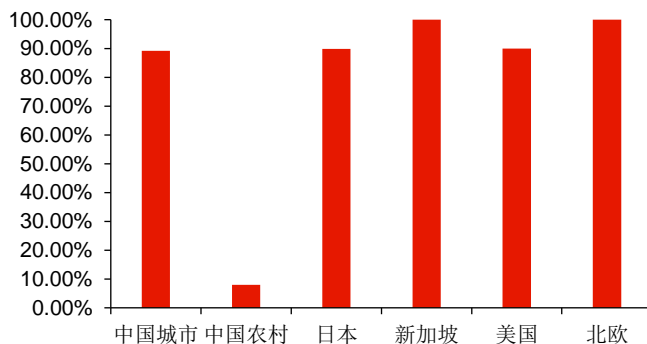
污水污泥处理市场空间超千亿, 涉水环保向纵深发展。公司环保布局除了在普通的水生态治理和水务外, 还积极发挥自身优势, 向污水污泥综合治理领域深入发展。《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中, 规定到 2015 年直辖市、省会、计划单列市污泥无害化处理处置率达 80%, 其它城市 70%, 县城及重点镇达 30%; 然而该目标未能达成。新发布的“水十条”要求现有污泥处理处置设施于 2017 年完成达标改造, 2020 年地级市无害化处理率达到 90% 以上, 我们认为“十三五”是污泥处置行业的重要发展期。据 E20 研究院的测算, “十三五”期间污泥处理处置 (包括市政和工业污泥两部分) 新建投资空间每年约 600-700 亿, 运营市场空间约 450-520 亿/年, 整体市场空间超千亿。

图表13: 我国污水处理量与处理率逐年提升



资料来源: 国家统计局、环保部华泰证券研究所

图表14: 各国污水处理率对比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

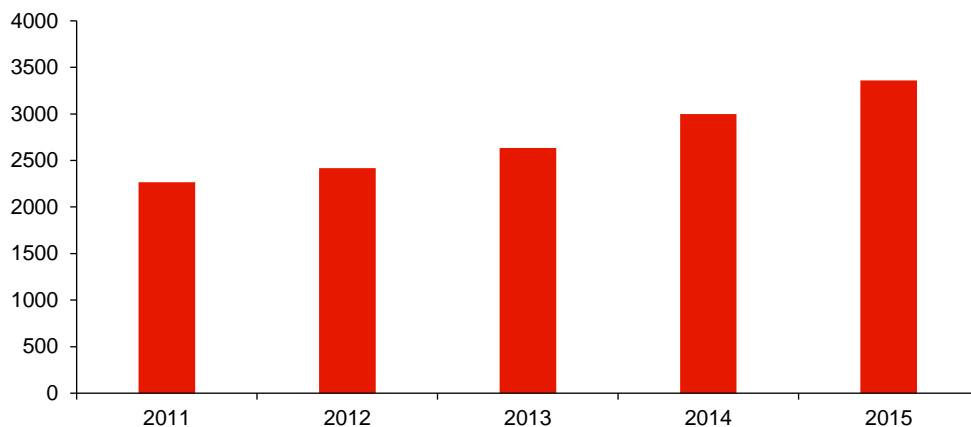
图表15: “十二五”与“水十条”主要目标规划

指标	2010	2015	2020	
污水处理率 (%)	设市城市	77.5	85	95
	其中:			
	重点城市		100	
	地级市		85	
	县级市		70	
县城	60.1	70	85	
建制镇	<20	30		
再生水利用率 (%)	<10	15	缺水城市 20% 京津冀>30%	
污水处理规模 (万立方米/日)	12476	20805		
再生水规模 (万立方米/日)	1210	3885		

资料来源: 水十条、华泰证券研究所

**污泥产量大，处理率低。**市政污泥方面，依据中国产业信息网的统计，大约1万吨污水产生5-8吨污泥，而当前我国城市生活污水排放量约为500亿吨，则年产污泥约3500万吨（含水率80%）；工业污泥方面，1万吨废水产生10-30吨污泥，当前废水排放量约220亿吨/年，则年产污泥约3520万吨（含水率80%）。市政污泥的产量与工业污泥的产量基本相当。而目前污泥的倾倒现象依然严重，业内多数的判断，均显示出当前污泥的处理只做了25%以下，甚至是20%以下。

**图表16：近五年污泥产量（万吨）**



资料来源：中国产业信息网、华泰证券研究所

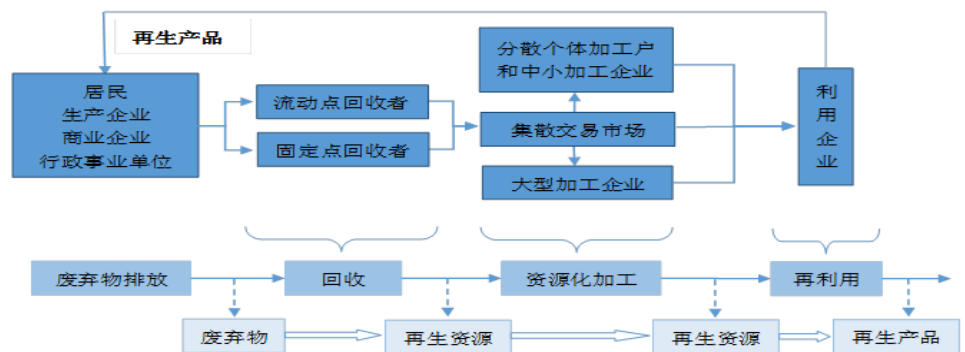
**以中固科技为平台，云南滇池项目为突破口打开全国市场。**公司以绿源科技控股的中固科技为主要平台，积极拓展污泥处理市场。2015年签约滇池外海主要入湖河口及重点区域底泥疏浚（三期）宝象河和外海北部疏浚底泥脱水工程，项目金额9777.9万元；2016年又签约14亿元荆门竹皮河、唐山丰南海泥固化、滇池四期等多个项目。受益于滇池项目的示范作用，公司收入业绩实现翻番增长，公司2015年全年实现收入营业收入5445.91万元，利润总额310.16万元；2016年实现营收1.40亿元，利润总额1309万元。

## 国内利好政策频出，固废龙头引领行业发展

### 再生资源万亿市场开启，重点领域高度契合

国内再生资源回收市场起步晚，发展快，行业万亿市场开启。与国外的固废再生资源产业相比，国内的再生资源产业尚处于市场化发展初期，但市场空间庞大。据中国再生资源回收利用协会的统计，目前西欧、美国和日本等发达国家的再生资源回收利用率已达到90%左右，回收加工水平也较高；而我国在这方面仍处于落后水平，当前我国再生资源回收利用率不足70%，根据工信部印发的《工业绿色发展规划（2016-2020年）》，到2020年，我国主要再生资源利用率提高到75%，我国再生资源回收率提高要求可为行业带来可观的增长空间。

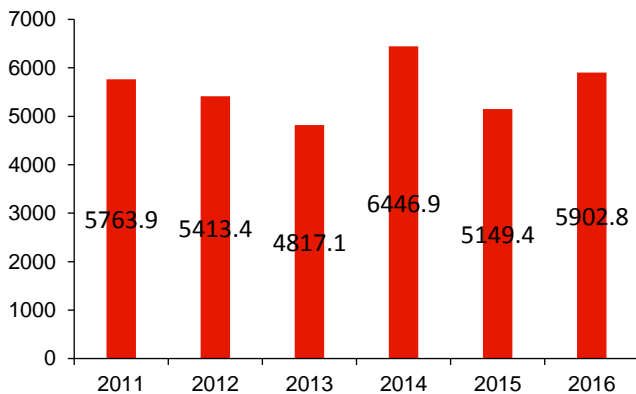
图表17：国内再生资源产业链示意



资料来源：华泰证券研究所

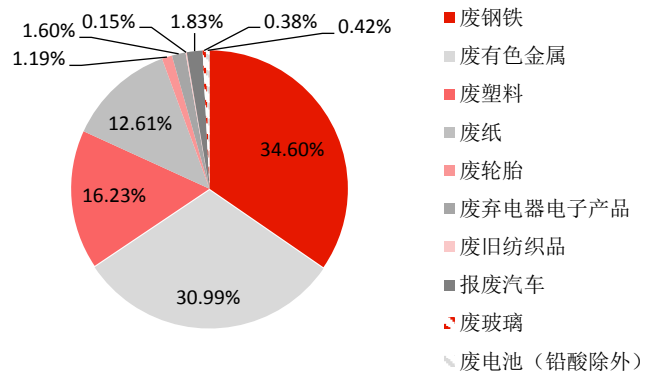
2016年，我国废钢铁、废有色金属、废塑料、废轮胎、废纸、废弃电器电子产品、报废汽车、废旧纺织品、废玻璃、废电池十大类别的再生资源回收总量约为2.56亿吨，同比增长3.7%，总量与美国相当。再生资源回收总值为5902.8亿元，受大宗商品价格上涨影响，主要再生资源品种价格持续走高，同比增长14.7%，其中废电池、废有色金属增幅达34.1%和31.1%，市场空间十分广阔。

图表18：历年我国再生资源回收总值（亿元）



资料来源：中国再生资源回收行业发展报告2017、华泰证券研究所

图表19：2016年主要再生资源类别回收价值



资料来源：中国再生资源回收行业发展报告2017、华泰证券研究所

**图表20： 2015-2016年我国主要再生资源类别回收价值表（亿元）**

序号	名称	2015年	2016年	同比增长（%）
1	废钢铁	1984.4	2042.6	2.9
2	废有色金属	1395.6	1829	31.1
3	废塑料	810	957.8	18.2
4	废纸	642.7	744.5	15.8
5	废轮胎	65.1	70.5	8.3
6	废弃电器电子产品	78.3	94.4	20.6
7	废旧纺织品	7.54	8.6	14.1
8	报废汽车	122.1	108.2	-11.4
9	废玻璃	21.3	22.4	5.2
10	废电池（铅酸除外）	18.5	24.8	34.1
11	回收总值	5145.54	5902.8	14.7

资料来源：中国再生资源回收行业发展报告2017、华泰证券研究所

2017年5月4日，国家发展改革委等14个部委联合印发了《关于印发〈循环发展引领行动〉的通知》，其中提出了十三五循环主要发展目标。主要目标：1）初步形成绿色循环低碳产业体系；2）基本建立城镇循环发展体系；3）基本构建新的资源战略保障体系；4）基本形成绿色生活方式。主要指标：到“十三五”末的目标是主要资源产出率比2015年提高15%，主要废弃物循环利用率达到54.6%左右。一般工业固体废物综合利用率达到73%，农作物秸秆综合利用率达到85%，据此测算，2020年国内资源循环利用产业产值达到3万亿元。

**图表21： 再生资源行业“十三五”发展目标**

分类	指标	单位	2015年	2020年	2020年比2015年提高（%）
综合指标	主要资源产出率	元/吨	5994	6893	15
	主要废弃物循环利用率	%	47.6	54.6	7
专项指标	能源产出率	元/吨标煤	14028	16511	17.7
	水资源产出率	元/立方米	97.6	126.8	29.9
	建设用地产出率	万元/公顷	154.6	200.4	29.6
	农作物秸秆综合利用率	%	80.1	85	4.9个百分点
	一般工业固体废物综合利用率	%	65	73	8个百分点
	规模以上工业企业重复用水率	%	89	91	2个百分点
	主要再生资源回收率	%	78	82	4个百分点
	城市餐厨废弃物资源化处理率	%	10	20	10个百分点
	城市再生水利用率	%	—	20	—
	资源循环利用产业总产值	亿元	1.8万	3万	67

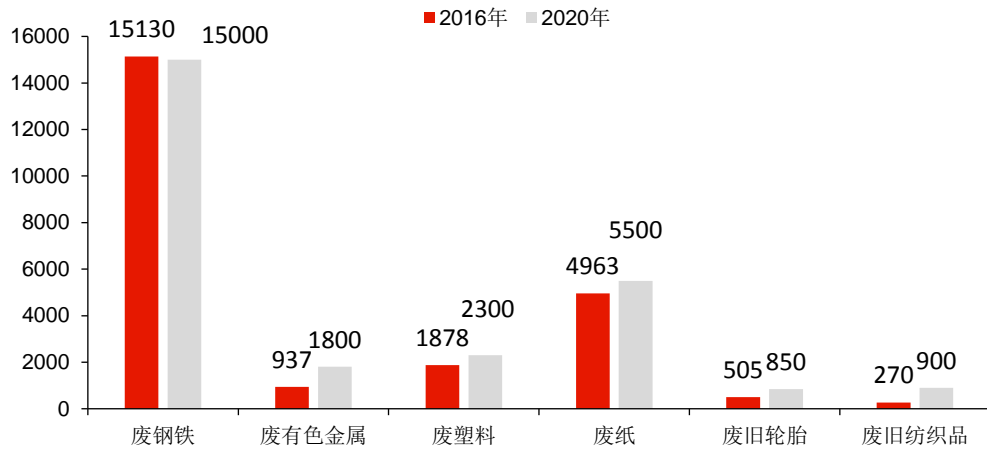
资料来源：《循环发展引领行动》、华泰证券研究所

此外，依据2017年1月25日工信部、商务部和科技部等三部委联合印发的《关于加快推进再生资源产业发展的指导意见》以及商务部等五部委于2015年1月21日印发的《再生资源回收体系建设中长期规划》（2015-2020年）等文件，到2020年，再生资源回收利用量达到3.5亿吨，比2015年的2.46亿吨增长42.28%，即2016-2020年年均复合增长7.61%。

其中，废有色金属、废旧轮胎及废旧纺织品的潜在市场增速均超过50%，与绿园科技重点发展的再生资源业务领域高度契合。2020年度有色金属利用规模预计达1800万吨，较2016年增长92.10%；废旧轮胎回收环保达标利用规模达850万吨，增长68.32%，轮胎翻新率达8-10%；废旧纺织品综合利用棕榈900万吨，增长233.33%。此外，引导废钢铁加工企业消耗废钢1.5亿吨，与2016年规模基本持平，但炼钢中废钢比将由目前的12%左右提升至15%；2020年国内废纸回收利用规模预计达5500万吨，回收利用率达到50%。行业重点推进的领域与公司所属绿园科技重点发展的细分市场高度吻合，我们认为公司的再生资源业务发展战略高度契合行业发展，未来在积极打造再生资源业务龙头的战略指引下，有望引领国内固废再生资源行业的发展。



图表22: “十三五”期间再生资源重点领域回收利用规模目标(亿元)



资料来源:《关于加快推进再生资源产业发展的指导意见》、华泰证券研究所

### 禁止洋垃圾进口, 加快行业龙头整合进程

行业竞争呈现两极分化, 大量中小企业依赖进口垃圾生存。根据中国再生资源回收利用协会发布的《2015中国再生资源企业经营状况调查报告》, 我国百强再生资源回收企业分区域发展不平衡, 以华东区域、华南区域和华北区域为主, 2015年企业数占比分别为30%、13%和25%, 经营额占比分别达到52.98%、13.13%和13.67%, 经营额总占比达79.78%。2015年百强企业共有分拣中心7378个, 比2014年增加40.54%, 增幅为24.1%, 企业平均增长19%。其中, 专业化分拣中心占50%。

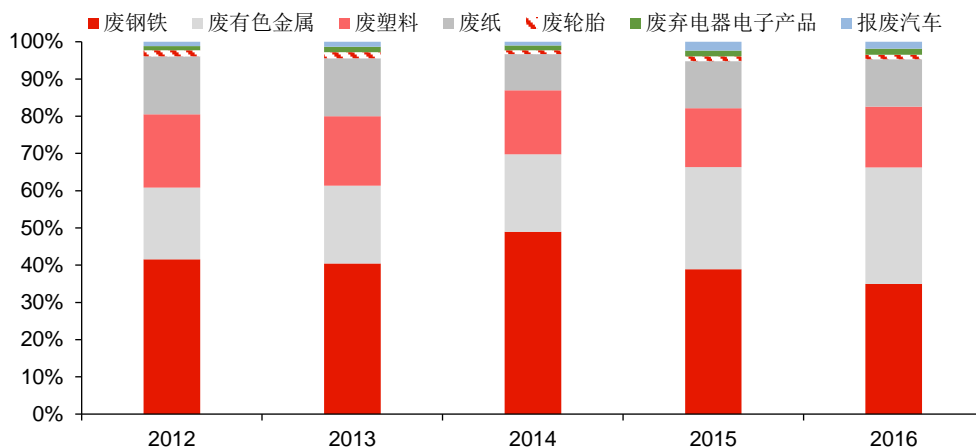
图表23: 2015年我国百强再生资源回收企业区域分布状况

区域	企业数占比 (%)		经营额占比 (%)		经营量占比 (%)	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
东北	6	7	7.69	6.98	13.97	10.45
西北	5	7	1.43	1.25	3.67	4.52
西南	5	7	4.83	7.36	5.90	7.53
华南	12	13	21.45	13.13	13.74	9.26
华北	19	25	3.80	13.67	9.45	23.12
华中	13	11	4.33	4.62	4.84	6.52
华东	40	30	66.13	52.98	43.20	38.60

资料来源: 中国再生资源企业经营状况调查报告2016、华泰证券研究所

从回收品种看, 普遍存在“利大抢收, 利小少收, 无利不收”的现象, 基本上以价值较高的废钢铁、废有色金属、废塑料及废纸为主, 基本形成了较完整的回收利用产业链。但废玻璃、废电池、废节能灯、废纺织品等品种, 由于回收成本高、利用价值较低和利用水平有限等多种因素, 回收率较低。企业在完成回收及分类后, 直接贩卖给下游的加工企业, 作为中间差价的获取者, 利润相对稀薄。

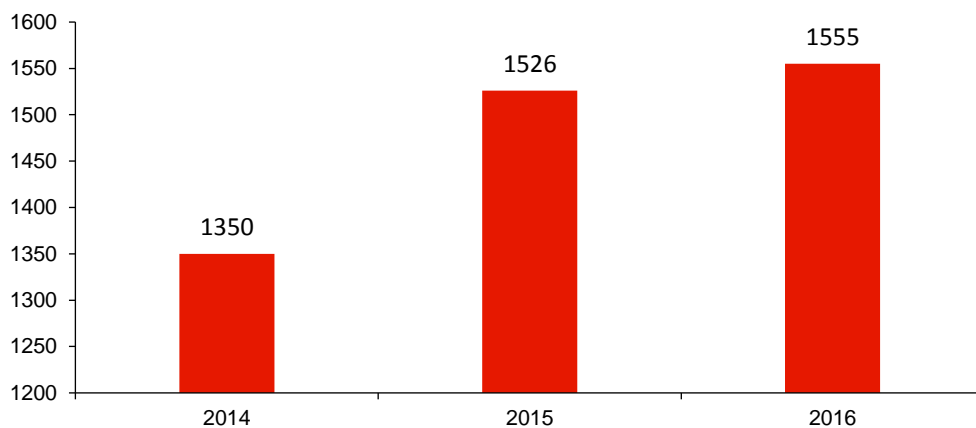
**图表24： 2012-2016年主要再生资源类别回收价值占比**



资料来源：中国再生资源回收行业发展报告 2017、华泰证券研究所

再生资源回收行业没有市场准入门槛，人员素质普遍较低，个体经营户是主体，且以手工作业为主，组织化程序较低，具有科技研发能力，采用现代化技术和设备，开展网上交易、精细拆解等现代业态的企业少。具有一定规模的企业数量少，据国家统计局数据，2016年规模以上再生资源企业仅为 1555 家，回收量仅占回收总量的 10-20%，绝大多数废旧物资回收加工企业严重缺乏深度加工能力，产品技术含量和附加值较低。

**图表25： 2014-2016年中国再生资源行业规模以上企业数量**



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

**禁止洋垃圾进口，有利于行业规范有序发展，利好行业龙头。**2017年8月16日，环境保护部、商务部、发展改革委、海关总署、质检总局联合发布了《进口废物管理目录》(2017年)，对现行的《禁止进口固体废物目录》《限制进口类可用作原料的固体废物目录》和《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》进行了调整和修订，将来自生活源的废塑料(8个品种)、未经分拣的废纸(1个品种)、废纺织原料(11个品种)、钒渣(4个品种)等4类24种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调整列入《禁止进口固体废物目录》，自2017年12月31日起执行。

此前，7月18日国务院办公厅已印发《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案的通知》，要求严格固体废物进口管理，2017年年底，全面禁止进口环境危害大、群众反映强烈的固体废物；2019年年底，逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物。通过持续加强对固体废物进口、运输、利用等各环节的监管，确保生态环境安全。保持打击洋垃圾走私高压态势，彻底堵住洋垃圾入境。

**图表26: 《进口废物管理目录》新增 4 类 24 种固废**

种类	序号	海关商品编号	废物名称	简称	
钒渣	18	2619000021	冶炼钢铁所产生的含钒浮渣、熔渣，五氧化二钒含量>20%（冶炼钢铁所产生的粒状熔渣除外）	含五氧化二钒>20%的冶炼钢铁产生的钒渣	
	19	2619000029	其他冶炼钢铁所产生的含钒浮渣、熔渣（冶炼钢铁所产生的粒状熔渣除外）	其他冶炼钢铁产生的钒渣	
	30	2620999011	含其他金属及其化合物的矿渣、矿灰及残渣，五氧化二钒>20%（冶炼钢铁所产生的除外）	含五氧化二钒大于 20%矿渣、矿灰及残渣	
	31	2620999019	含其他金属及其化合物的矿渣、矿灰及残渣，10%<五氧化二钒≤20%的（冶炼钢铁所产生的除外）	含五氧化二钒大于 10%但不大于 20%的矿渣、矿灰及残渣	
	53	3915100000	乙烯聚合物的废碎料及下脚料	乙烯聚合物的废碎料及下脚料，不包括铝塑复合膜	
	54			铝塑复合膜	
废塑料	55	3915200000	苯乙烯聚合物的废碎料及下脚料	苯乙烯聚合物的废碎料及下脚料	
	56	3915300000	氯乙烯聚合物的废碎料及下脚料	氯乙烯聚合物的废碎料及下脚料	
	57	3915901000	聚对苯二甲酸乙二酯废碎料及下脚料	PET 的废碎料及下脚料，不包括废 PET 饮料瓶	
	58			废 PET 饮料瓶	
	59	3915909000	其他塑料的废碎料及下脚料	其他塑料的废碎料及下脚料，不包括废光盘破碎料	
	60			废光盘破碎料	
	68	4707900090	废纸其他回收纸或纸板（包括未分选的废产品）	其他废纸	
	废纺织原料	5103109090		其他动物细毛的落毛	其他动物细毛的落毛
		5103209090		其他动物细毛废料（包括废纱线，不包括回收纤维）	其他动物细毛废料
		5103300090		其他动物粗毛废料（包括废纱线，不包括回收纤维）	其他动物粗毛废料
5104009090			其他动物细毛或粗毛的回收纤维	其他动物细毛或粗毛的回收纤维	
5202100000			废棉纱线（包括废棉线）	废棉纱线	
5202910000			棉的回收纤维	棉的回收纤维	
5202990000			其他废棉	其他废棉	
5505100000			合成纤维废料（包括落绵、废纱及回收纤维）	合成纤维废料	
5505200000			人造纤维废料（包括落绵、废纱及回收纤维）	人造纤维废料	
6310100010			新的或未使用过的纺织材料制经分拣的碎织物等（新的或未使用过的，包括废线、绳、索、缆及其制品）	纺织材料制碎织物	
6310900010			新的或未使用过的纺织材料制其他碎织物等（新的或未使用过的，包括废线、绳、索、缆及其制品）	纺织材料制其他碎织物	

资料来源：环境保护部、华泰证券研究所

据商务部和国家统计局统计数据，目前我国进口再生资源中以废钢铁、废有色金属、废塑料和废纸为主，其中废有色金属、废塑料、废纸进口占比达 40%。2013-2016 年我国主要进口再生资源总量呈下降趋势，2016 年主要进口再生资源总量为 3990.4 万吨，为近年来最低值。禁止洋垃圾入境不仅会强化国内资源节约集约利用，全面提升国内固体废物无害化、资源化利用水平，逐步补齐国内资源缺口；而且在一定程度上缩减供给量，国内再生资源企业的原材料转向国内，原先主要依靠洋垃圾存活的中小企业或受制于原料供应逐渐退出市场，利好行业龙头。

2016 年，我国废钢铁、废有色金属、废塑料、废纸四大类别的再生资源共进口 3990.4 万吨，同比减少了 2.8%。废钢材和废有色金属进口量持续下降，相比 2013 年，下降幅度达 43.16%和 23.22%，2016 年同比下降 7.3%和 8.5%。

**图表27： 2013-2016年我国主要再生资源进口一览（万吨）**

序号	名称	2013年	2014年	2015年	2016年	2016年同比增长(%)
1	废钢铁	380	256	233	216	-7.3
2	废有色金属	687	618.1	576.7	527.5	-8.5
3	废塑料	788.2	825.4	735.4	734.7	-0.1
4	废纸	2923.6	2752	2928	2849.8	-2.7
5	合计	4339	4056	4104	3990.4	-2.8

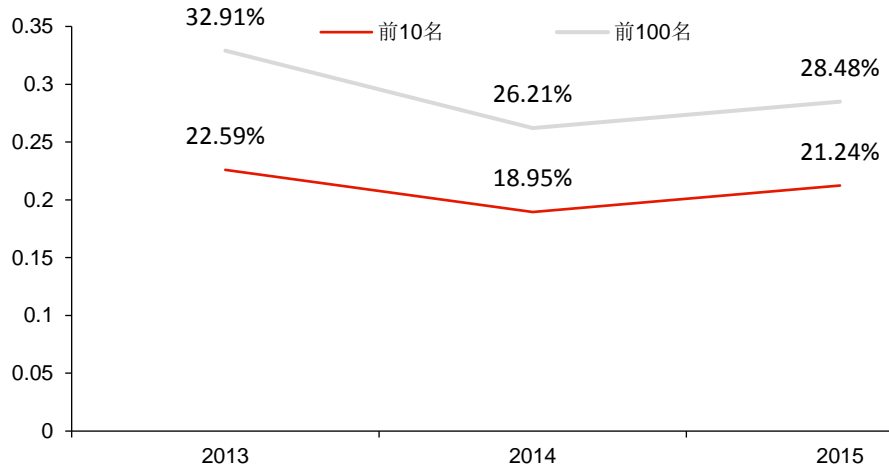
资料来源：中国再生资源回收行业发展报告 2017、华泰证券研究所

注：我国进口废有色金属实物量按 36%的比例折算。

**行业加速淘汰，龙头企业加快全国扩张。**2016年末，全国再生资源回收企业数量约为 10 万多家，回收行业从业人员约为 1500 多万人。但 2015 年以来，随着新环保法和增值税改革的颁布实施，使得中小型企业原有渠道优势逐渐削弱，经营成本压力增大，为行业兼并和全国扩张提供了大量机遇。

以中国再生资源回收利用协会统计的前 100 强企业销售额和全国再生资源回收利用总值计算，2013-2015 年，行业龙头企业销售占比持续提升，其中 2013 年由于全国再生资源回收利用总值持续下降，为 4817.1 亿元，行业龙头销售占比达到最高点。2015 年末再生资源回收利用前十名企业合计销售额为 1093.5 亿元，市占率达 21.24%。我们预计在资本与政策推动下，“十三五”期间上述强者恒强的格局仍将强化，有利于葛洲坝等行业龙头的扩张。

**图表28： 2013-2015年再生资源前十与前百名企业市占率估算**



资料来源：中国再生资源回收行业发展报告 2016、华泰证券研究所

## 对标海外固废龙头，估值仍有 30%提升空间

### 海外固废再利用发展早，中国后来居上

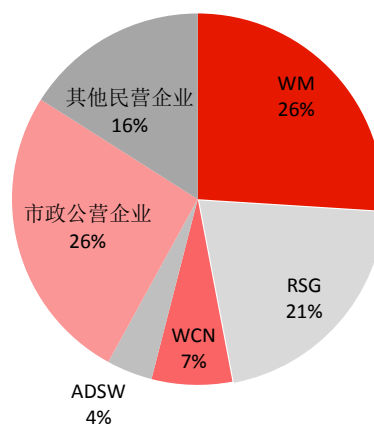
固体废弃物是指在生产、生活和其他活动过程中没有原有价值或被放弃的固体、半固体和置于容器中的气态物品、物质等。此外，还包括一些有较大危害性的不能排入水中的液态废物和不能排入大气的置于容器中的气态物质，以及从废水、废气分离出来的固体颗粒等。根据固废的产生源和对环境的危害程度，可以将其分为三类：工业废物(包括一般废物和危险废物)、城市垃圾和农业废物。葛洲坝再生资源业务的废旧物资就主要来源于两大块：个人生活消费和工业边角余料。

据中国再生资源回收利用协会的统计，全球每年约有 70-100 亿吨的城市废物产生，包括城市固体垃圾、商业和工业废料、建筑和拆迁垃圾等。通过提高资源效率，以及固体废物污染预防和控制措施，全球每年能获得超过 1 万亿美元的商业效益。对于工业化发展迅速的国家来说，从回收物中发掘原料往往具有重要意义，比如废旧电器和电子产品里稀缺贵金属的含量往往比矿石更高。

上世纪 90 年代，发达国家的固废处理行业迎来了技术创新的高峰，新技术大量涌现，各类垃圾的处理技术工艺路线也逐渐形成。在治理思路上，发达国家大致经历了四个阶段：逐步取代/淘汰填埋；集中化、大型化处理；提高资源化利用率；市场化（第三方处理），目前主要由第三方市场主体提供专业化的运营和解决方案。从德日等国的固废处理技术创新曲线也可以看出，发达国家的垃圾管理和技术创新已经经过了快速发展的高峰，因此在市场化、商业化、规模化的应用中也更为容易。

此外，环保政策的严格执行也加快了私营环保企业的大发展。据美国环保部 EPA 的统计，以美国垃圾填埋市场为例，上世纪 90 年代末的环保监管趋严使得美国国内大部分的垃圾填埋企业和固废回收企业倒闭，从 90 年代初期的 6000 家减少到不足 2800 家。同时也使得固废回收业务由原先由政府经营为主转向私营企业为主，从上世纪 90 年代初期的 75% 市场份额下滑至 2008 年的 33%。截止 2016 年，美国国内的固废回收和循环利用企业主要有 WM、RSG、WCN、ADSW，该四家企业占据了美国 58% 的市场份额，而由政府经营的企业仅占 26%。

图表 29：美国垃圾填埋市场主要企业市占率

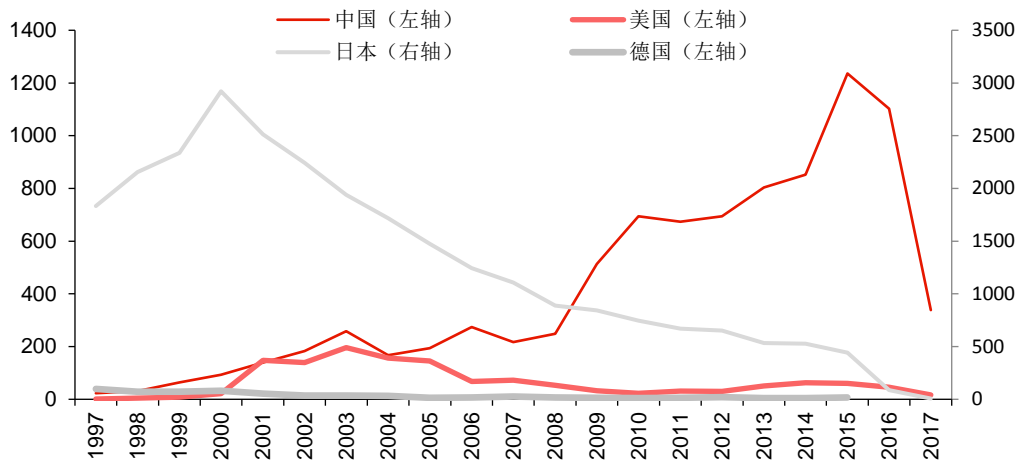


资料来源：Waste Business Journal、EPA、华泰证券研究所



而我过的固废再生利用产业尚处于发展初期，从分散式处理逐步过渡到集中处理阶段，目前进一步进入到无害化处理阶段，无害化处理率已取得大幅提升，同时除生活垃圾外，其他固废细分行业也逐渐形成并发展，固废行业的发展也趋于精细化、智能化、生态化和国际化，预计国内的再生资源产业将迎来繁荣期。

**图表30： 中国、美国、德国、日本固废处理专利年申请量对比**

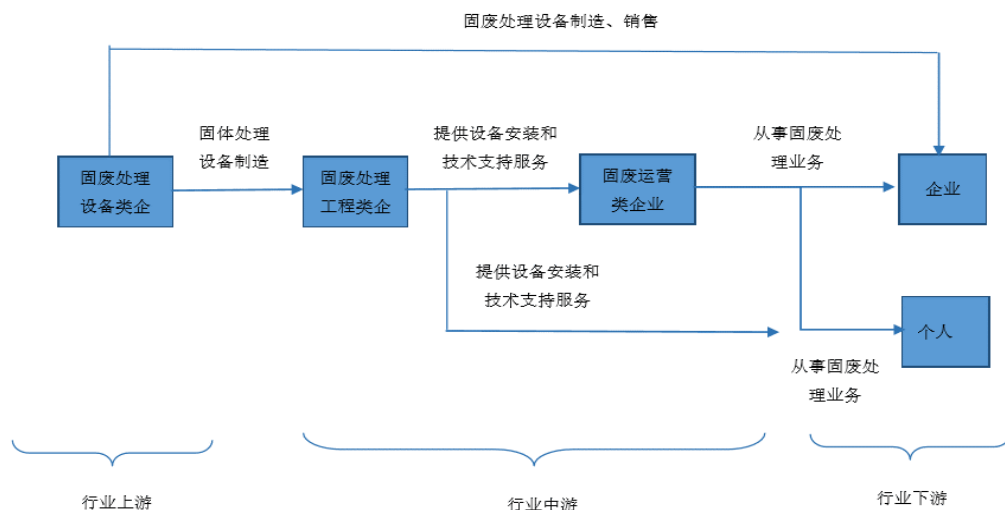


资料来源：Innojoy 专利搜索、华泰证券研究所

注：统计范围为 IPX 编号 B09B（固体废物的处理）条目

固废再生资源业务产业链主要有设备生产供应(上游)、环保安装工程和解决方案(中游)、回收处置运营(下游)等，就固废回收和再利用而言，一般也包括回收、分拣、再利用等环节，葛洲坝再生资源业务的重点在回收、分拣，对接的主要是个体户和上游回收网点企业，下一阶段主要拓展深加工环节。

**图表31： 固废再生资源行业产业链示意**



资料来源：华泰证券研究所

## 对标三大海外固废龙头，估值仍有提升空间

### 海外固废处置领先，盈利能力好于国内

#### (1) 美国 Waste Management

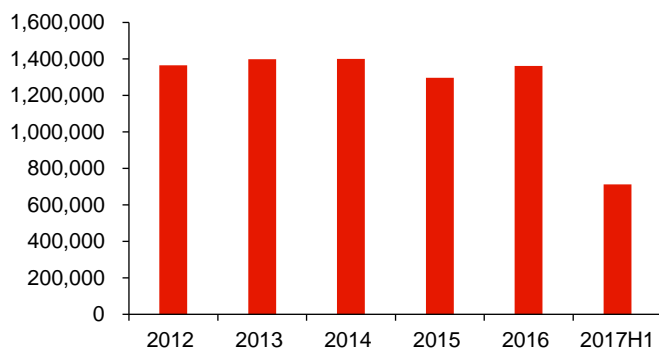
美国废品管理公司 (WASTE MANAGEMENT[WM.N]) 是北美洲最大的环境解决方案供应商、北美最大的住宅回收和可再生能源提供商，也是全球范围内固体和危险废弃物服务行业的领先者。WM 公司拥有全行业最大的回收设施、中转站和垃圾填埋场，整个业务体系能够适应每个不同客户群体的需要。2016 年收入 136.09 亿美元，按全美国约 620 亿美元的市场规模测算，固废回收收入占美国市场份额约 22%，实现归母净利润 11.82 亿美元，当前市值 339 亿美元，对应 2017 年 26.41 倍 PE。

WM 公司包括其子公司的业务几乎占据固废再生资源产业的整个产业链。公司在美国和加拿大为 2100 多万个市政、商业和工业客户提供服务，并投资于废物解决方案。公司业务内容不仅包括处置和回收，还提供个人咨询，帮助客户实现他们的绿色目标，包括零废物排放。公司提供的固体废料管理服务包括汇集、调运、回收和资源回补服务及处置服务。其客户包括商业、工业、市政和住宅用户、其他废物管理公司、电力公司和政府实体。

全产业链全方位服务是 WM 最大的特色。作为全球废物处理服务行业的领先者，WM 公司拥有业务覆盖广，既有客户多，产业链条全，进入行业早等集中优势。同时，WM 致力于提供可持续发展解决方案，不仅将废物进行回收，处理，转化为有价值的资源，即再生可利用能源。WM 还提供咨询服务，凭借丰富的行业经验，考量客户利益和地球的利益，带领合作伙伴与客户在供应链中的每一个环节，找到新的、可持续的解决方案，以解决产品的整个生命周期问题。

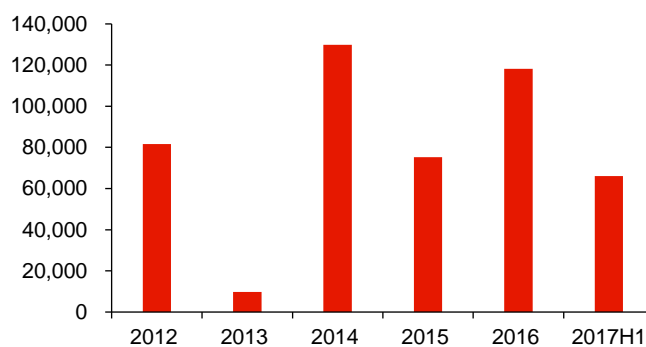
近六年来，WM 营业收入保持平稳，虽在 2015 年同比下滑 7.39%，但整体收入增速基本稳定在 0-5%。2017 年上半年实现营业收入 71.17 亿美元，同比增长 7.82%，全年有望稳步上升。净利润每年波动较大，虽然年收入整体水平相当，但净利润趋势情况差别较大，销售净利率自 2015 年来持续增长，2017 年上半年达 9.25%，整体高于国内可比企业。

图表32： 2012-2017年 WM 营业收入变化（万美元）



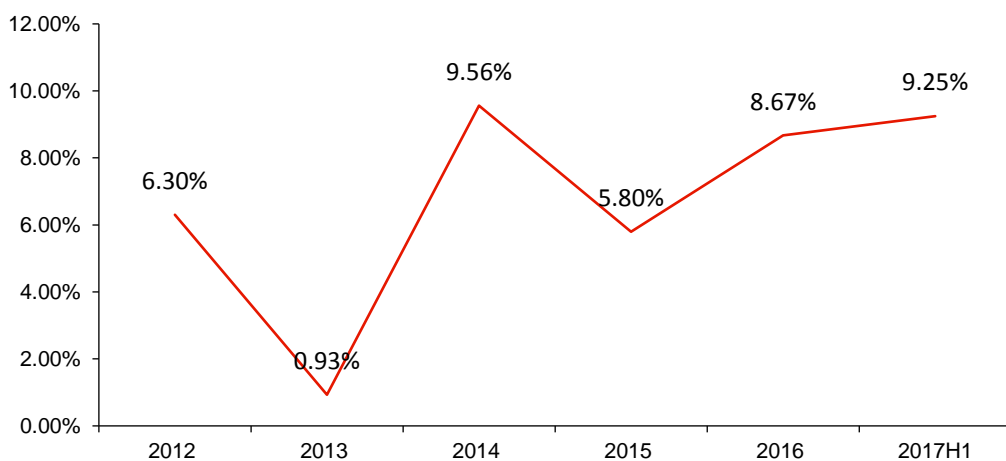
资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

图表33： 2012-2017年 WM 营业净利润变化（万美元）



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

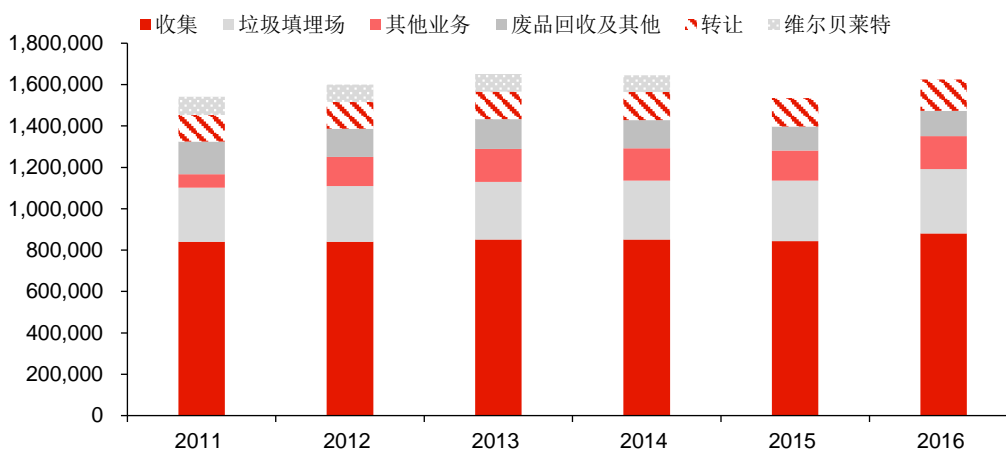
**图表34： 2012-2017年 WM 销售净利率变化**



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

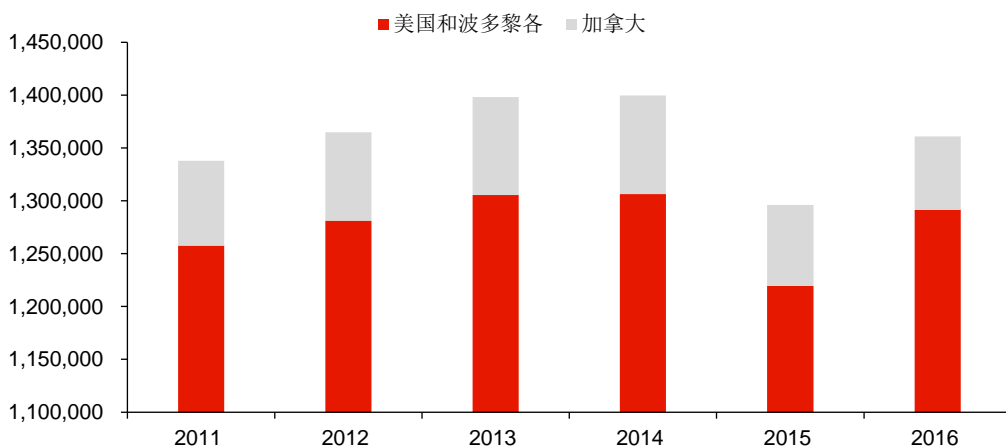
WM 公司主营业务以垃圾收集、垃圾填埋、废品回收及其他和转让为主，多元化布局，其中收集服务的业务量稳定在 80 亿美元以上，占营业收入的 50%以上。2016 年收集服务实现营收 88 亿美元，占全部收入的 64.71%。同时 WM 公司积极耕耘美国本土市场，2016 年美国 and 波多黎各地区的营业收入达 129.15 亿美元，占到总营业收入的 95%，仅少量业务分布在加拿大地区。

**图表35： 2011-2016年 WM 公司主营业务分布（万美元）**



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

**图表36： 2011-2016年 WM 公司主营业务的地区分布（万美元）**



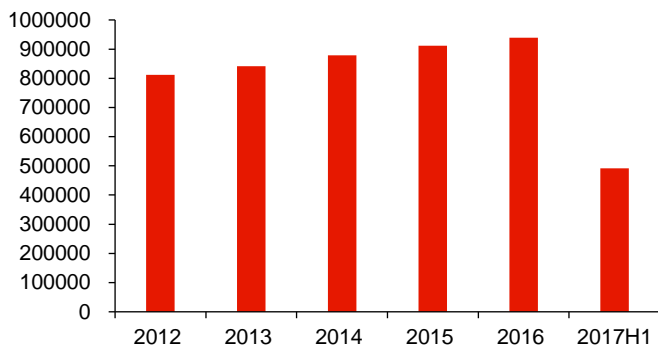
资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

## (2) 美国 Republic Services

美国共和废品处理公司 (REPUBLIC SERVICES, INC[RSG.N]), 成立于1996年, 总部设在美国菲尼克斯, RSG 连同其附属公司, 为商业、工业、市政和住宅的客户 提供非危险固体废物的收集、转移、回收、处置和能源服务, 客户遍及美国 和波多黎各, 提供包括废物路边收集、垃圾容器供应、租赁压路机等 服务; 并参与旧波纹纸板、旧报纸、铝、玻璃和其他材料的加工和 销售, 以及提供垃圾填埋服务。2016 年公司收入为 93.88 亿美元, 固废回收收入占美国市场份额约 15%, 实现归母净利润 6.13 亿美元, 当前市值 220 亿美元, 对应 2017 年 29.75 倍 PE。

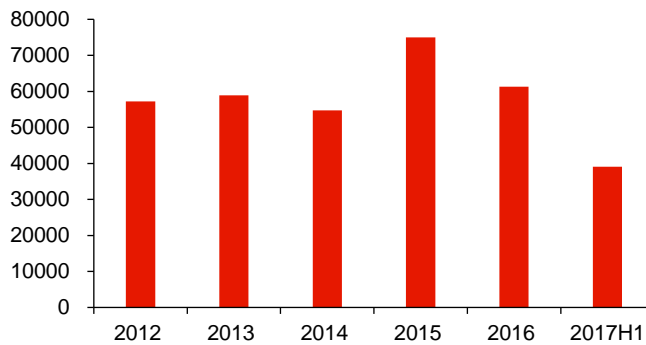
截至 2016 年 12 月 31 日, 公司在 39 个州和波多黎各开展和运营了 333 个收集点、204 座中转站、192 个垃圾填埋场、64 个回收中心和 10 个食盐水处理池。此外, RSG 还运营着 71 个垃圾填埋气和可再生能源项目。2012-2016 年, RSG 公司营业收入额保持逐年稳步增长态势, 同比增速稳定在 3-5%, 2017 上半年营业收入达 49.20 亿美元, 同比增长 6.96%, 全年营业收入有望持续上升。2017 上半年营业净利润达 3.91 亿元, 同比增长 15.80%, 销售净利率达 7.95%, 较 2016 年有所回升, 公司经营情况进一步优化。

图表37: 2012-2017年 RSG 营业收入变化 (万美元)



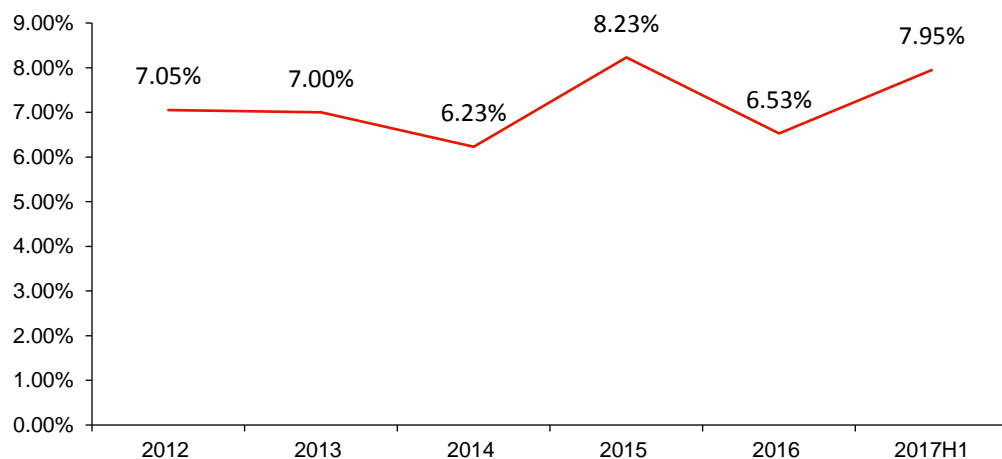
资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

图表38: 2012-2017年 RSG 营业净利润变化 (万美元)



资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

图表39: 2012-2017年 RSG 销售净利率变化

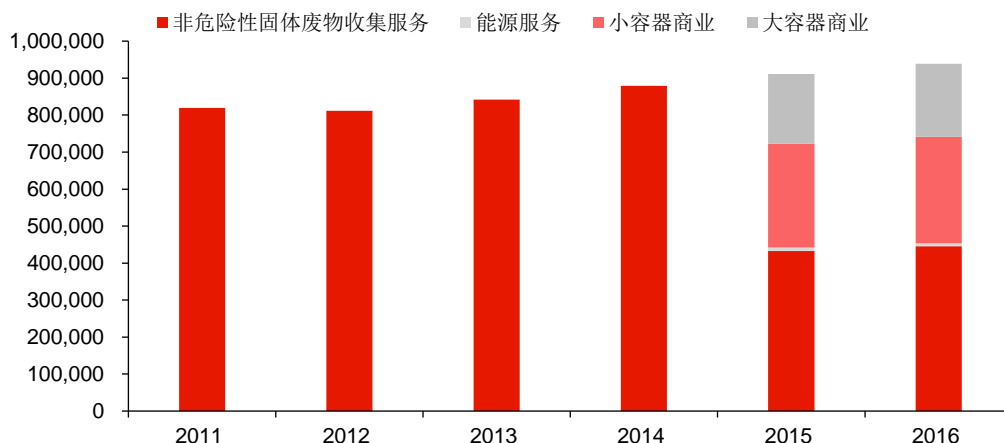


资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

同样的, RSG 也处于固废产业链的下游, 且产业链布局相对全面。2008 年 6 月, RSG 收购比其更大的行业竞争对手联合废品工业公司, 一跃成为美国第二大的废品处理公司。目前, RSG 市值超过 200 亿美元, 经营范围几乎遍布整个美国。

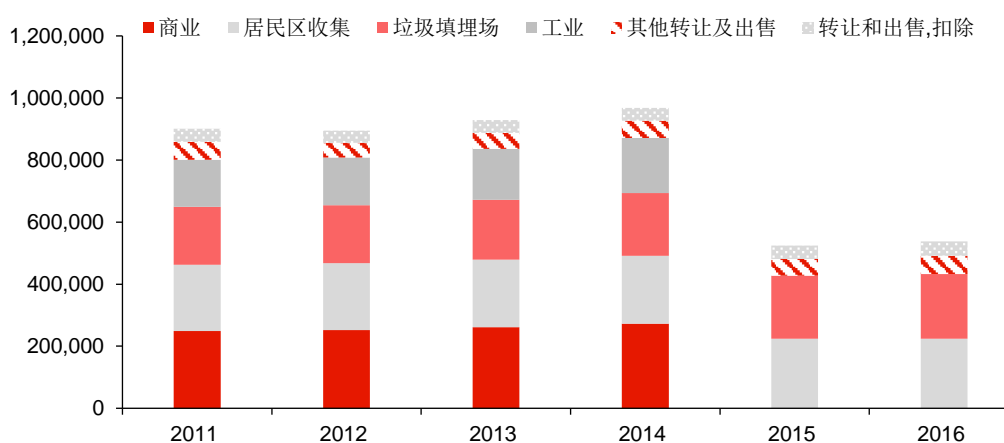
2014年之前，RSG公司主要经营非危险性固体废物收集服务，以商业、居民区收集、垃圾填埋和工业为主，占到业务量的90%以上。2015年至今非危险性固体废物收集服务结构有所调整，居民区收集和垃圾填埋上升为主要业务，占到业务量的80%以上。2015年业务扩展，多元化布局，以非危险固体废物收集服务、小容器商业和大容器商业为主，非危险固体废物收集服务的业务量急剧下降，RSG公司产业格局优化升级。

**图表40： 2011-2016年RSG公司主营业务分布（万美元）**



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

**图表41： 2011-2016年RSG公司非危险性固体废物收集服务分布（万美元）**



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

### (3) 美国 Waste Connections

美国废品连接公司 (WASTE CONNECTIONS[WCN.N])，成立于1997年，总部位于加拿大沃恩，是一家固体废物服务公司，主要在美国和加拿大提供废物收集、转移、处置和回收服务。公司业务主要分为三个部分：加拿大、美国南部、美国东北，主要为住宅、商业、市政、工业和食品业的客户提供收集服务、垃圾填埋处理服务以及各种可回收材料的回收服务，包括堆肥、纸板、办公用纸、塑料容器、玻璃瓶和黑色金属和铝金属等。2016年公司收入为33.76亿美元，固废回收收入占美国市场份额约7%，实现归母净利润2.47亿美元，当前市值177亿美元，对应2017年26.58倍PE。

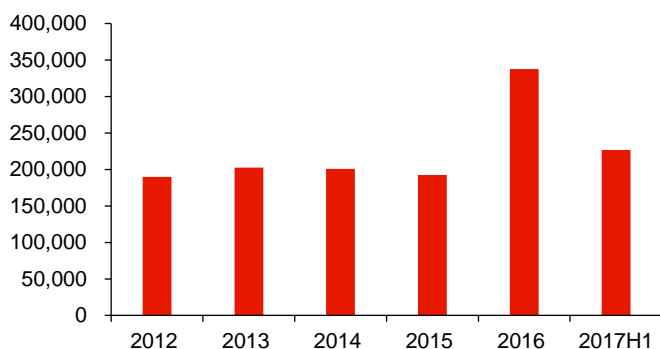
该公司还拥有并运营用来压缩和装载废物的中转站，并向客户提供集装箱的销售和租赁服务。截至2016年12月31日，它拥有或经营的网络涵盖261个固体废物收集点、中转站135座、7个联运设施、71个回收业务、93个垃圾废弃物填埋场，22个E&P废液注入池、17个E&P的废物处理和油回收设施。



内生整合与外延并购是 WCN 的最大特色，也是驱动公司盈利增长的重要因素。2016 年公司完成与 Progressive Waste Solutions Ltd 的合并，导致营业收入同比增长 75.29%，达到 33.76 亿美元；营业净利润达 2.47 亿美元，同比增长 99.02%。此前，公司业务收入于 2011 年同比增长 28.67% 达到 18.40 亿美元，也与 IESI-BFC Ltd (Progressive Waste Solutions Ltd. 前身) 完成了与 Progressive Waste Solutions Ltd 的合并有关。

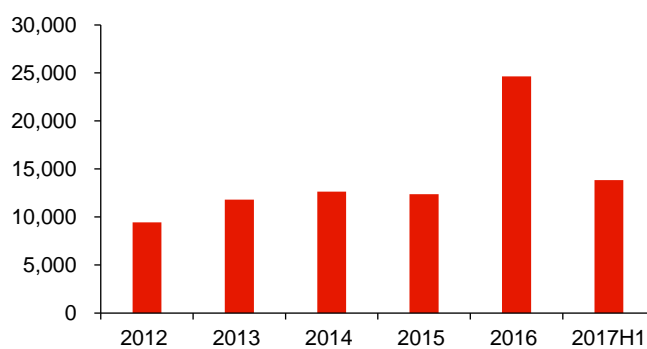
经过一系列整合优化，2012 年-2017 年 WCN 公司销售净利率稳步上升，2016 年达最大值 7.33%，公司业务结构进一步优化。2017 上半年营业收入达 22.67 亿美元，同比增长 82.53%，全年营业收入有望继续高增长。

图表42： 2012-2017 年 WCN 营业收入变化（万美元）



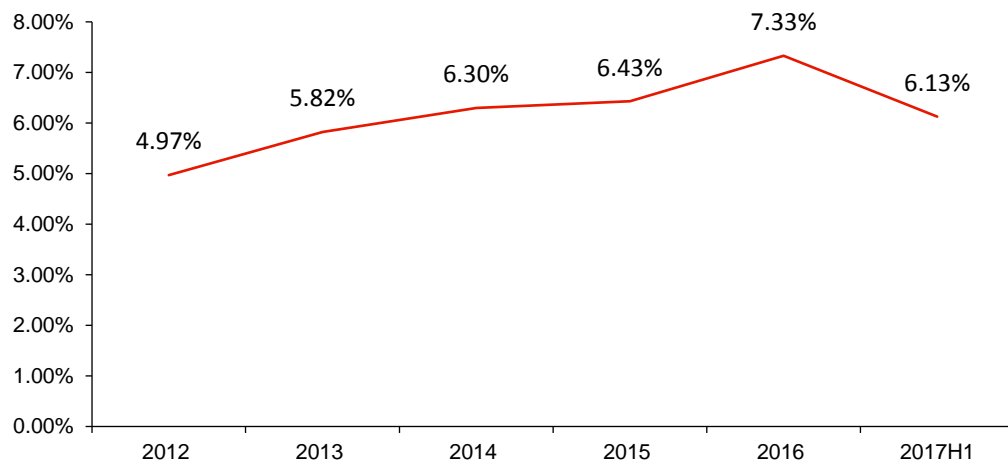
资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

图表43： 2012-2017 年 WCN 营业净利润变化（万美元）



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

图表44： 2012-2017 年 WCN 销售净利率变化

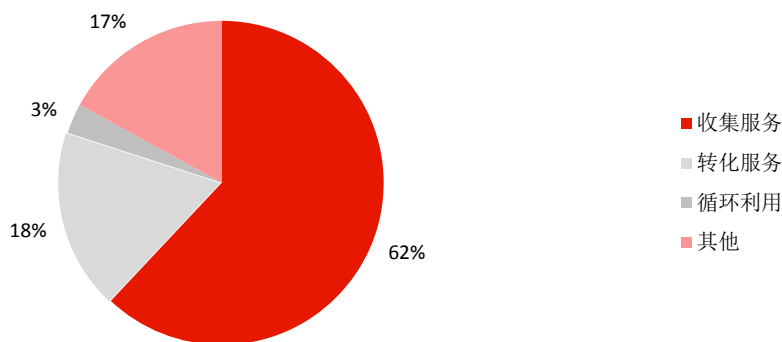


资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

WCN 处于固废回收产业链的中下游，收集服务占比达八成。WCN 的总体战略目标为次级市场和农村市场、控制废物流、优化资产定位、提供垂直集成服务和分散管理。由于主要针对的是次级和郊区市场，而这些地区拥有很强的人口增长趋势，并且可以很快建立竞争性的进入壁垒。独特的市场取向角度和针对型策略使得 WCN 公司的战略优势凸显，成为废物处理行业的一匹黑马。

WCN 目前已经形成了三大主营业务：收集服务、转化服务和循环利用。其中，公司重点布局收集服务，2016 年收集服务和转化服务的营业收入分别占公司总营业收入的 62% 和 18%，二者合计占比 80%，是公司业务收入的最主要来源。

图表45: 2016年WCN公司主营业务分布



资料来源: Bloomberg、华泰证券研究所

**对比环保类可比公司估值, 公司尚有 30%左右空间**

与美国三大固废回收公司及 A 股再生资源可比上市公司相比, 公司环保板块尚未给予合理估值, 未来仍有 30%提升空间。按照公司未来规划与收入整体增长速度, 我们预计公司环保业务收入占比在未来几年将迅速提升, 2018 年收入业绩占比有望提升至 30%以上, 若公司再生资源深加工产业园与生产线建设进展顺利, 公司再生资源业务毛利率大概率将呈现明显改善趋势。

前述美国三大固废回收龙头净利率均在 6%左右, 当前价格对应 2017 年估值分布在 24-31 倍 PE, 平均 PE 为 27.72 倍; 国内可比固废回收再利用企业估值分布主要在 25-35 倍 PE, 格林美由于所处电子危废细分市场, 市场给予溢价相对要高, 剔除格林美后的平均 PE 为 28.87 倍。可见国内 A 股与美股当前给予固废再生资源企业的估值水平约为 2017 年 28 倍 PE。若 2018 年公司环保业务毛利率提升至行业平均水平, 则其利润贡献占比将远超其收入占比, 公司估值也将向环保行业可比公司进一步靠近。

按我们盈利预测, 公司 2017 年环保利润将接近 5 亿元, 环保分部估值接近 140 亿元。若公司 2017 年施工净利润为 40 亿元, 按行业保守估值给予 12 倍 PE, 则估值为 480 亿元, 因此, 我们综合认为公司合理估值约为 620 亿元, 相对当前市值仍有约 30%提升空间。

图表46: 可比环保公司估值比较

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (X)			PB (X) (LF)
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
601390.SH	格林美	282.38	7.40	0.09	0.17	0.24	116.12	42.75	31.26	3.91
601186.SH	东江环保	139.44	15.72	0.60	0.59	0.75	34.81	26.51	21.02	3.91
601618.SH	启迪桑德	354.94	34.73	1.27	1.38	1.75	27.35	25.18	19.82	3.94
002051.SZ	中再资环	102.02	7.23	0.11	0.21	0.25	93.10	34.93	28.76	6.44
	<b>平均值</b>						<b>67.85</b>	<b>32.34</b>	<b>25.22</b>	<b>4.55</b>
WCN.N	WCN	177	67.26	1.71	2.13	2.43	39.33	31.58	27.68	3.05
WM.N	WM	339	77.12	2.91	3.19	3.51	26.50	24.18	21.97	6.18
RSG.N	RSG	220	65.46	2.22	2.39	2.66	29.49	27.39	24.61	2.88
	<b>平均值</b>						<b>31.77</b>	<b>27.72</b>	<b>24.75</b>	<b>4.04</b>
600068.SH	葛洲坝	475.70	10.33	0.69	0.85	1.10	14.97	12.14	9.38	1.21

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

注: 1. 17-18 年预测 EPS 为 Wind 一致预测

2. WCN、WM、RSG 的当前价格和总市值均以美元为单位。

3. 数据截止 2017 年 9 月 8 日收盘价

### 盈利预测与投资建议

2017年1-6月,公司新签合同额累计人民币1259.36亿元,为年计划新签合同额的52.47%,比去年同期增长16.12%。分项目看,新签国内外水电工程合同额人民币249.61亿元,约占新签合同总额的19.82%,同比增长17.54%。非水电项目合同额1009.75亿元,同比增长15.77%。我们维持之前对公司的盈利预测,公司环保逻辑进一步增强,施工业务结构继续改善。我们预计公司每年扣除永续债计提股利后,2017-19年EPS 0.85/1.10/1.36元。

目前A股以非房建工程作为主业的大型央企2017年PE区间10.51-17.13倍,整体平均PE为14.23倍,公司当前价格对应17年仅12.14倍PE。因此无论从环保估值还是从工程估值来看,公司当前价格均显著低估。综合参考历史估值及考虑到公司未来的高成长性,我们认可给予公司17年15-18 xPE,对应价格区间12.75-15.30元,维持“买入”评级。

图表47: 可比工程公司估值比较

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (X)			PB (X) (LF)
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	
601390.SH	中国中铁	2013.24	8.83	0.55	0.63	0.71	16.51	13.34	11.68	1.49
601186.SH	中国铁建	1668.72	12.27	1.03	1.17	1.33	13.00	10.51	9.30	1.31
601618.SH	中国中冶	1095.03	5.29	0.26	0.28	0.31	21.21	17.13	14.92	1.77
002051.SZ	中工国际	226.61	20.36	1.38	1.38	1.62	19.44	14.79	12.56	3.10
601669.SH	中国电建	1250.01	8.17	0.39	0.46	0.54	20.74	15.60	13.51	1.76
601117.SH	中国化学	364.06	7.38	0.48	0.60	0.70	16.67	14.94	12.52	1.31
601800.SH	中国交建	2541.78	15.69	1.04	1.18	1.37	16.74	13.27	11.71	1.71
	<b>平均值</b>						<b>17.76</b>	<b>14.23</b>	<b>12.31</b>	<b>1.78</b>
600068.SH	葛洲坝	475.70	10.33	0.69	0.85	1.10	14.97	12.14	9.38	1.21

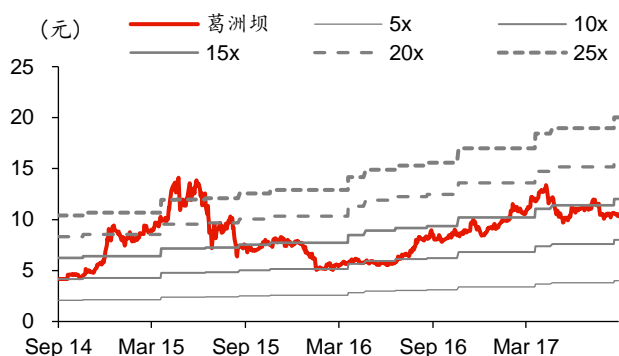
资料来源: Wind、华泰证券研究所

注: 1.中工国际17-18年预测EPS为Wind一致预测,其余为华泰证券研究所预测结果

2.数据截止2017年9月8日收盘价

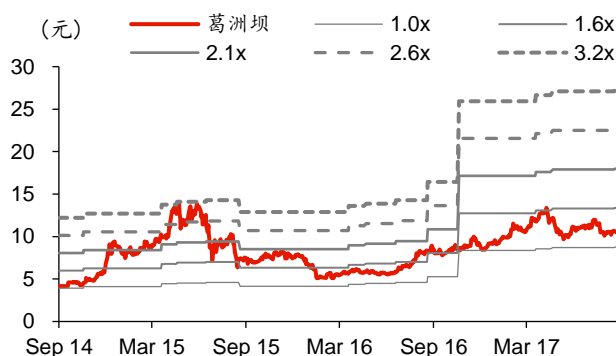
### PE/PB-Bands

图表48: 葛洲坝历史PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表49: 葛洲坝历史PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

公司环保业务开展进度不及预期; 政策效果低于预期。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	79,577	100,536	123,634	153,502	183,950
现金	17,361	21,424	26,795	33,129	39,929
应收账款	10,149	10,599	14,368	17,076	20,996
其他应收账款	4,838	7,055	8,155	10,496	12,401
预付账款	14,812	18,791	23,224	28,859	34,667
存货	28,543	38,854	46,436	58,698	69,916
其他流动资产	3,873	3,814	4,657	5,245	6,041
非流动资产	48,053	50,693	54,196	53,510	52,746
长期投资	2,877	5,428	5,428	5,428	5,428
固定投资	11,829	13,909	15,033	15,386	15,281
无形资产	15,549	15,352	15,193	14,821	14,555
其他非流动资产	17,798	16,003	18,542	17,875	17,482
资产总计	127,630	151,229	177,831	207,013	236,695
流动负债	69,741	59,589	84,747	104,786	124,628
短期借款	17,771	7,127	23,528	34,646	44,158
应付账款	16,454	22,520	28,238	34,836	41,999
其他流动负债	35,516	29,942	32,981	35,305	38,471
非流动负债	29,788	42,705	39,198	42,135	44,596
长期借款	23,997	26,153	28,153	30,153	32,153
其他非流动负债	5,791	16,552	11,045	11,982	12,443
负债合计	99,529	102,293	123,944	146,921	169,223
少数股东权益	7,860	10,413	11,822	13,562	15,636
股本	4,605	4,605	4,605	4,605	4,605
资本公积	7,513	7,585	7,585	7,585	7,585
留存公积	6,734	9,089	29,874	34,339	39,646
归属母公司股	20,241	38,522	42,065	46,529	51,836
负债和股东权益	127,630	151,229	177,831	207,013	236,695

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(4,750)	(3,428)	269.30	(2,788)	555.17
净利润	3,431	4,479	5,899	7,381	8,901
折旧摊销	1,671	1,687	1,957	2,194	2,375
财务费用	1,402	2,098	1,750	2,308	2,690
投资损失	(312.72)	(191.26)	(250.78)	(251.59)	(231.21)
营运资金变动	(11,145)	(11,370)	(9,257)	(14,487)	(13,305)
其他经营现金	203.25	(131.36)	170.15	67.72	125.50
投资活动现金	(4,972)	(1,276)	(5,324)	(1,376)	(1,499)
资本支出	3,706	3,003	1,498	1,500	1,500
长期投资	1,224	(37.81)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(42.30)	1,690	(3,827)	124.41	0.62
筹资活动现金	16,271	8,614	10,426	10,497	7,744
短期借款	9,552	(10,643)	16,400	11,118	9,512
长期借款	2,767	2,156	2,000	2,000	2,000
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	291.47	72.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	3,661	17,028	(7,974)	(2,621)	(3,768)
现金净增加额	6,674	3,989	5,371	6,334	6,800

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	82,275	100,254	125,387	155,025	186,846
营业成本	70,745	87,167	109,302	134,840	162,567
营业税金及附加	1,911	1,210	1,254	1,550	1,868
营业费用	680.73	1,013	1,066	1,318	1,588
管理费用	3,798	4,390	5,491	6,789	8,182
财务费用	1,402	2,098	1,750	2,308	2,690
资产减值损失	13.76	(0.36)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(41.63)	(5.42)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	312.72	191.26	250.78	251.59	231.21
营业利润	3,996	4,561	6,775	8,472	10,182
营业外收入	443.70	1,195	658.38	701.47	735.65
营业外支出	41.19	83.64	58.97	60.90	62.09
利润总额	4,398	5,673	7,374	9,112	10,855
所得税	967.22	1,194	1,475	1,731	1,954
净利润	3,431	4,479	5,899	7,381	8,901
少数股东损益	748.23	1,084	1,409	1,741	2,074
归属母公司净利润	2,683	3,395	4,491	5,640	6,828
EBITDA	7,069	8,346	10,482	12,974	15,247
EPS (元)	0.58	0.69	0.85	1.10	1.36

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.90	21.85	25.07	23.64	20.53
营业利润	18.03	14.15	48.52	25.05	20.19
归属母公司净利润	26.02	26.55	32.26	25.60	21.05
获利能力 (%)					
毛利率	14.01	13.05	12.83	13.02	12.99
净利率	3.26	3.39	3.58	3.64	3.65
ROE	13.26	8.81	10.68	12.12	13.17
ROIC	7.91	7.55	8.28	9.09	9.73
偿债能力					
资产负债率 (%)	77.98	67.64	69.70	70.97	71.49
净负债比率 (%)	48.53	37.85	46.08	47.80	48.31
流动比率	1.14	1.69	1.46	1.46	1.48
速动比率	0.73	1.04	0.91	0.90	0.92
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.72	0.76	0.81	0.84
应收账款周转率	7.33	9.50	9.88	9.70	9.65
应付账款周转率	4.45	4.47	4.31	4.28	4.23
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.69	0.85	1.10	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.03)	(0.74)	0.06	(0.61)	0.12
每股净资产(最新摊薄)	4.40	4.89	5.66	6.63	7.78
估值比率					
PE (倍)	17.73	15.05	12.14	9.38	7.60
PB (倍)	2.35	2.11	1.83	1.56	1.33
EV_EBITDA (倍)	10.73	9.09	7.24	5.85	4.98

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com